

生命保険会社の経営破綻（9）

武 田 久 義

- 一．はじめに
- 二．生命保険会社の経営破綻と処理
- 三．経営破綻の原因
 - （一）保険料率の設定に関連する問題
 - （二）商品政策における問題
 - （三）資産運用における問題
 - 一．高度成長期の生命保険事業における資産運用
 - 二．資産運用における根本的变化
 - （一）資産運用環境の変化
 - （二）安定成長期以降の資産運用
 - 1．公的規制における変化
 - 2．資産運用における変化（以下本号）
 - （1）貸付における多様化
 - （2）有価証券投資の増大・多様化と質的变化
 - （3）海外投融資の活発化
 - （4）不動産投資の増大と多様化
 - （5）その他の変化（以上本号）
- 四．経営破綻への対処
- 五．経営破綻とその対処の意味するもの

2．資産運用における変化

前号において、資産運用に関連した公的規制の変化について見てきた。それは一面では、主に本号で検討することとなる環境変化への対応でもあった。

キーワード：貸付の多様化，有価証券投資，海外投融資，不動産投資，関連子会社

そして生命保険会社は、環境変化と公的規制の変化の中にあって、様々な対応を行ってきた。以下、これについて見ていこう。

1970年代後半から80年代前半にかけて、金融自由化のもとで実物経済に対する金融経済が肥大化した。そしてこの時期の金融・資本市場における変化で生命保険事業の資産運用と関連する主なものは、およそ次の通りである¹⁾。

①投資機会が減少し、大企業中心に自己金融が行われるようになった。そして資金調達方法も、有価証券を中心に多様化、国際化した。これによって増資が減少傾向となり、生命保険会社にとっては営業政策的な株式投資が減少することとなった。また金融の証券化に伴い、貸付が後退した。これは、生命保険会社が構造的な資金の運用難に陥ったことを意味している。

②時価公募増資が主流となり、株式利回りは一段と低下した。これによって生命保険会社は、高株価経営のメリットを享受することができなくなった。

③国債の大量発行により、金融の証券化が進行した。そして生命保険会社の資産運用は、企業金融から公的金融へ資金がシフトした。これは、営業政策的投資から純投資への資金シフトを意味するものであった。

④変動相場制への移行、貿易・資本取引の増大、規制緩和等により、金融が国際化した。内外金利の格差やリスクの国際的分散等に注目が集まり、生命保険会社の資産運用において外国有価証券投資がクローズアップされることとなった。

そしてこのような環境の変化のなかで生命保険の資産運用もまた大きく変化することになったのであるが、この時期の生命保険の資産運用に関する最大の特徴は、総資産の大規模な増加と資産運用収益の大幅な減少である。すなわち、高度成長期のノーリスクの資産運用に近い状態から、一挙に大規模な資産運用リスクを抱え込む状態に直面することとなった。そしてこのような困難な状況を打開するために、様々な新たな方策が模索されたのである。

1) 小川浩昭, 「保険金融論研究序説」(九州大学『経済学研究』第61巻第5・6号所収) 55頁以下。

そのような様々な方策による変化を、次のように整理しておきたい。

- (1) 貸付における多様化
- (2) 有価証券投資の増大・多様化と質的变化
- (3) 海外投融資の活発化
- (4) 不動産投資の増大と多様化
- (5) その他

以下、これに沿って述べていこう²⁾。

(1) 貸付における多様化

従来生命保険事業の貸付における顕著な特徴の一つは、すでに述べたように大企業を対象とした長期貸付にあった³⁾。しかし、次のように貸付における構造的変化が明らかとなっていた⁴⁾。

①一般貸付全体の伸び率の鈍化

増加資産における財務貸付（以下、単に貸付と記す。）の割合は1974年の10,741億円（69.1%）をピークに減少した⁵⁾。このような貸付ウエイトの低

2) 主に次の文献を参考にした。

- ・山中宏編、『生命保険読本』第3版，1989年，東洋経済新報社。
- ・古瀬政敏，『生命保険ビッグバン』1987年，東洋経済新報社。
- ・奥村忠雄，「弾力化された生保会社の資産運用規制」（『金融財政事情』昭和59年，9月24日号所収）。
- ・朝日生命総合企画部，『図説変わる生命保険業界』1997年，東洋経済新報社。
- ・佐藤保久，「石油危機を契機とする生保資産運用の構造的変化について」（『生命保険経営』第53巻第4号所収）。
- ・小川浩昭，「保険金融論研究序説」（九州大学『経済学研究』第61巻第5・6号所収）。
- ・関要編，『変貌する生命保険』昭和62年，金融財政事情研究会。
- ・西村義之，「生保の資産運用はいかに変わったか」（『インシュアランス生保版』1990年9月6日号）。

3) 長期貸付が生保の運用対象として優れている点として，一般に次のことがあげられる。すなわち，①保険営業とのシナジー効果が大きい。②安全性・収益性が高い。③既存のノウハウ・経営資源を活用できる等である。

4) 佐藤保久，前掲論文，48頁以下。

5) なお，この後，1980年には63.1%と一時的に回復するが，再び減少傾向を辿る。（拙稿，「生命保険会社の経営破綻」（7）『桃山学院大学経済経営論集』第47巻第

下に対応して、貸付業種・貸付担保の多様化、中小企業貸付の活発化、住宅金融の積極化、消費者ローンの拡大、海外融資の展開等が図られた。

②企業向け貸付の大幅な減少と貸付対象の変化

企業向け貸付もまた次のように大きく変化した⁶⁾。

- a. 大企業向け貸付の減少と中小企業向け貸付の増加：大企業向け貸付は大きく減少したが、これに替わって中小企業向け貸付が増加した。その背景としては、中小企業の設備投資意欲が根強いこと、中小企業の資金調達は借入金に頼る部分が多いこと、中小企業の財務内容が改善され中小企業貸付が生命保険の投資分野として適格性が高まったこと、第二次・第三次産業における中小企業の増加が顕著であること等があった。(表1)
- b. 貸付業種の多様化：経済のサービス化、ソフト化に対応した貸付の増大等、産業構造の変化に対応して貸付業種が多様化した。これと並んで、担保面における多様化もなされた。すでに本誌前号で述べたように、1978年通達においてリース債権、割賦債権等担保種類的大幅拡大と無担保貸付に対する制限の緩和が行われたが、以後、漸次このような担保面の規制緩和がなされた。そして、これに対応した貸付が展開された。
- c. 短期貸付の増加：運転資金等への貸付が増加した。

③個人融資の堅調(表2)(表3)

- a. 住宅金融への積極的取組み：住宅専門金融会社への貸付や個人向け住宅ローン等の取扱いについてはすでに実施されていたが、これらを一段と積極的に行うようになった。そして1976年には、地方銀行と共同で住宅ローン会社を設立する等、多様な方法で住宅資金の供給の拡大を図った⁷⁾。

2号、(表4)参照)。

6) 生命保険新実務講座刊行委員会編、『生命保険新実務講座』第5巻355頁以下、及び佐藤保久、前掲論文、50頁以下を主に参考とした。

(表1) 企業規模別一般貸付金残高

(単位: 億円, %)

	大企業		中堅企業		中小企業		その他		合計	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
1965	9,883	81.6	—	—	809	6.7	1,428	11.7	12,121	100.0
1970	27,450	77.6	—	—	3,607	10.2	4,297	12.2	35,354	100.0
1974	52,233	75.4	—	—	8,125	11.7	8,921	12.9	69,280	100.0
1975	48,762	60.5	12,774	15.9	8,413	10.4	10,669	13.2	80,620	100.0
1976	54,009	58.7	13,823	15.0	10,949	11.9	13,258	14.4	92,041	100.0
1977	56,175	55.5	14,613	14.4	13,400	13.2	16,966	16.8	101,155	100.0
1978	55,776	50.6	11,583	10.5	19,662	17.8	23,179	21.0	110,201	100.0
1979	57,235	45.8	12,676	10.1	23,557	18.8	31,569	25.2	125,039	100.0
1980	61,755	42.4	12,961	8.9	32,171	22.1	38,790	26.6	145,677	100.0
1981	66,683	41.1	13,864	8.5	32,757	20.2	48,942	30.2	162,245	100.0
1982	71,763	39.4	15,020	8.2	37,618	20.6	57,902	31.8	182,302	100.0
1983	72,010	36.9	15,387	7.9	40,098	20.5	67,869	34.7	195,362	100.0
1984	72,017	33.9	16,642	7.8	43,792	20.6	80,173	37.7	212,623	100.0
1985	73,196	32.7	18,002	8.0	45,226	20.2	87,561	39.1	223,986	100.0
1986	72,633	31.0	17,755	7.6	46,572	19.8	97,633	41.6	234,623	100.0
1987	79,353	30.3	20,393	7.8	56,469	21.5	105,933	40.4	262,150	100.0
1988	92,124	29.8	25,144	8.1	72,922	23.5	119,546	38.6	309,736	100.0
1989	119,321	29.7	30,335	7.9	96,790	25.2	142,480	37.2	383,526	100.0
1990	163,100	35.0	34,133	7.3	104,927	22.5	164,409	35.2	466,579	100.0
1991	200,005	37.9	37,683	7.1	111,348	21.1	178,129	33.8	427,165	100.0
1992	239,242	41.9	34,234	6.0	113,372	19.8	184,457	32.3	571,305	100.0
1993	255,644	42.9	34,582	5.8	117,851	19.8	188,378	31.6	596,452	100.0
1994	275,242	44.2	32,653	5.2	116,484	18.7	198,493	31.9	622,872	100.0
1995	292,421	46.8	29,849	4.8	106,126	17.0	195,927	31.4	624,334	100.0

資料: 生命保険ファクトブック各号より作成。

7) 1978年度には、貸付のなかでは住宅ローン等が伸びた。(家森信善, 「経済環境の変化と生命保険会社の資産運用」(『文研論集』第119号, 平成9年所収) 193頁)。

(表2) 個人向け住宅ローン融資残高の推移

年度	金額(億円)	一般貸付金比(%)
1975	5,287	(6.6)
1976	7,114	(7.7)
1977	9,994	(9.9)
1978	13,130	(11.9)
1979	17,219	(13.8)
1980	20,661	(14.2)
1981	24,751	(15.3)
1982	28,353	(15.6)
1983	32,756	(16.8)
1984	36,747	(17.3)
1985	37,223	(16.6)
1986	37,086	(15.8)
1987	37,216	(14.2)
1988	39,634	(12.8)
1989	43,782	(11.4)
1990	49,381	(10.6)
1991	58,018	(11.0)
1992	63,641	(11.1)
1993	65,237	(10.9)
1994	64,206	(10.3)

注 ①1989年度以前は内国会社のみ。

資料：生命保険ファクトブック各号より。

(表3) 消費者ローン貸付金の推移(単位: 億円, %)

年度	金 額	総資産比	貸付金比
1987	13,285	1.6	4.7
1988	13,669	1.4	4.1
1989	15,797	1.4	3.8
1990	21,289	1.6	4.3
1991	27,044	1.9	4.8
1992	30,263	1.9	4.9
1993	31,571	1.9	4.9
1994	32,333	1.8	4.8
1995	26,914	1.4	4.0

注 ①1989年度以前は内国会社のみ。

資料: 生命保険ファクトブック各号より。

b. 消費者ローンへの進出: 1975年以降, 消費者ローン専門会社と提携した個人向けのローンを提供した。その後, フリー・ローンをはじめカード・ローンも行った。

④海外融資分野への進出: 後掲の海外投融資の項で述べることにする。

(2) 有価証券投資の増大・多様化と質的变化

有価証券投資の変化について, 保険審議会答申から見ておこう。

1975年6月27日の保険審議会答申「今後の保険事業のあり方について」は, 有価証券投資について次のように記している。

「株式投資については, 従来は高度経済成長の下で長期の保有が有利である等の要因もあって, 回転率が極めて低く機動的な運用が行われていないくらいがあったが, 今後は, 契約者への特別配当の維持, 拡大の要請との関連もあり, 機関投資家としてのあり方の反省の上に立って, 純投資の方向をより強め, 弾力的な運用を行っていくべきである。」

その後, 1979年6月14日の保険審議会答申「経済社会の構造変化に対応した保険事業のあり方について」では, 公共債投資について次のように述べて

いる。

「国債等公共債の大量発行下において、生命保険資産に占める公共債の割合は急速に高まりつつある。また、財政の節度の維持が図られるべきではあるが、今後とも、公共部門の資金需要は根強いものが予想される状況にある。これに対応して、生命保険事業としても、事業の公共性に留意しつつ、公共債投資を進めていくことが必要であるが、この際、契約者の付託にこたえ、効率的な資産運用を確保するためには、発行条件の弾力化、発行方式の多様化、流動化の促進等公共債の消化・保有・流通の円滑化を図るための環境の整備が強く望まれる。」

すなわち、保険審議会は生命保険会社が契約者の利益を確保し増大させるために純投資の方向を強めること、そしてそのための環境を整備することを求めたのである。

そして、1984年9月6日付け通達（蔵銀第2163号）で、大蔵省は「生命保険会社の財産利用について」改正を行った。この改正の背景としては、①資産運用の効率化を図り、経営体質の改善、総合収益の向上に努めることの必要性、②生命保険会社の金融機関としての影響力が近年飛躍的に増大してきたこと、③他の金融機関との競争条件を等しくする必要性、そして④自由化・弾力化の流れ等があった⁸⁾。

この通達の改正の大きな特徴の一つは、特定金銭信託の運用対象が拡大されたことである。すなわち、特定金銭信託を利用した資金の運用対象が従来の国債から有価証券全般に拡大されたのである。すなわち、これによって、キャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化が図られることとなった。つまり、含み益の吐き出しを回避しながらキャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化が可能となったのである。そして、純投資の観点から総合利回りベースで本格的な株式投資が行われる環境が整備された。これ以降、生命保険会社は機関投資家としての株式投資を実施することが可能となった。

8) 奥村忠雄，前掲論文，42頁。および吉崎一郎，『インシュアランス生保版』1984年10月11日号，10頁。

以上、有価証券投資における大きな変化の側面について見たが、これを次のようにまとめることができるだろう。

①有価証券投資の量的拡大

運用資産の増大と貸付の相対的減少により、資金が有価証券投資に集中した。有価証券投資は急速に増大し、生命保険にとって最大の投資分野となった⁹⁾。有価証券投資の動向はおおよそ以下の通りである。すなわち、1985年以降に株式と有価証券が急速にその占率を高めた。株式の増加は、企業が設備投資の拡大やいわゆる財テク資金を目的に増資をはじめとするエクイティ・ファイナンスを盛んに行い生保がその一部を引き受けたこと、ならびに高保障利率と契約者配当原資捻出のため、株式の益だしクロスを行ったことが大きな要因となっている。このようなセキュリティゼーションの進展のなかで、1986年9月末の資産残高で、戦後はじめて有価証券が貸付を上回った。(有価証券の伸びは)日米金利差が拡大するなかで、アセット・アロケーションというコンセプトにもとづき、外国証券を中心とする海外投融資に力を入れ始め、80年代に入って急速に拡大させた。これは、1989年度まで続いた¹⁰⁾。

②有価証券投資における多様化

有価証券投資についても、多様化が進展した。公共部門の資金調達拡大を背景に、国債、地方債、政府保証債といった公共債が増加した。また、海外の金利情勢の展開を反映して外国有価証券、とくに外国債券への投資が増大した。

③有価証券投資における質的变化

キャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化を可能とする特定金銭信託の枠の拡大によって、生命保険会社の有価証券投資は質的に変化した。それまでは、インカム・ゲイン中心であった資産運用方式においては、有価証券は貸付のバッファ的な存在であったが、有価証券投資それ自体が資産運用の一つの柱となる第一歩であった。そして純投資の観点から総合利回りベースで

9) 前掲拙稿、(表3)参照。

10) 古瀬政敏、前掲書、138頁以下。

本格的な株式投資が行われる環境が整備された¹¹⁾。なお、特定金銭信託の運用限度を、国債・地方債・政府保証債の場合を除き、当初総資産の3%以内にしていたが、それは1988年1月に5%、1990年10月には7%に拡大された。このように、特定金銭信託によってキャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化が可能となることで、当時の大幅な株価上昇のなかで活発に利用された。キャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化については、後述する。

④政策投資的な側面の強化

以前は貸付が担っていた生命保険会社と企業との関係を株式が肩代わりするようになった¹²⁾。

(3) 海外投融資の活発化

最初に、海外投融資に関する保険審議会答申の動向についてふれておこう。1979年6月14日の保険審議会答申「経済社会の構造変化に対応した保険事業のあり方について」は、次のように述べている。

- ①生命保険会社による海外投融資は、国内の経済・金融情勢を反映して、最近著しい伸びを見せており、今後とも、長期的な視野に立って、より効率的な資産運用を図るため、海外投融資を行う体制の拡充に努めるべきである。
- ②海外投融資には、カントリー・リスク、為替リスク等、国内の投資とは異なった困難な問題もあるので、これらに対する対策の検討を進めるとともに、情報の収集、ノウハウの蓄積、人材の養成、海外拠点の充実等を図りつつ、前向きに対応していくべきである。
- ③また、生命保険各社が、それぞれに海外投融資を行うに十分な体制を備えることは、運用資産に占める投融資の割合、各社の運用体制の実情か

11) 小川浩昭,「バブル期の生命保険金融(上)」(『インシュアランス生保版』1996年9月19日号)。

12) 出口治明, 前掲論文, 「大きな変貌を遂げる生命保険業務」(関要編, 前掲書所収) 140頁。

ら見て必ずしも適当ではない場合もあるので、シンジケート・ローンへの参加を含め、提携の方式による投融資の拡充についても前向きに取り組むべきである。

その後、1981年9月に実施された第18回生命保険大会において、消費者指向経営の徹底が強調されたが、その具体策の一つとして海外投融資の一層の推進による資産運用の効率化についてもふれられた¹³⁾。

そして、1985年5月30日の保険審議会答申「新しい時代に対応するための生命保険事業のあり方」において、海外投融資のウエイトが増大しつつある現状に鑑みて、為替リスクへの対応の方法について検討すべきことが指摘されている。また、海外投融資の運用体制について、「各生命保険会社とも、海外投融資のための現地法人を設立する等積極的な展開を行っているところであるが、今後とも要員の育成、組織の強化等を含め、一層の体制の整備が望まれる」と記している。

ここで、85年答申に先立って公表された金融制度調査会の報告書から、リスクに関するものを中心に簡単に紹介しておこう。1984年6月5日の金融制度調査会の報告書、「金融の国際化の現状と今後の対応」は、「国際業務に伴う固有のリスク」という項を設け、リスクに関して大略以下のように記している¹⁴⁾。

(1) カントリー・リスク：ある国の政府、国有企業、民間企業等に対する貸付債権につき、当該国の政治・経済的要因等により、その元利金の回収が困難になる可能性があるリスクである。そして、カントリー・リスクへの具体的対応策としては、次のことが必要である。

①カントリー・リスク情報の収集・分析：各金融機関の海外拠点が行うのみならず、外部情報機関やコンサルタントを通じてモニターする等も考える。分析には定量分析と定性分析とを組み合わせること

13) 「効率経営の推進を強調した生保大会」(『金融財政事情』昭和56年9月21日号) 9頁。

14) 『金融財政事情』昭和59年6月18日号。

が多い。

②特定国に対する与信集中の回避：本邦銀行については、中長期貸付残高について自己資本の20%を目処とするガイドラインがある。各金融機関もその趣旨に則り対外与信の分散化に留意する必要がある。

(2) アベイラビリティ・リスク：信用不安に起因する市場への資金の出し控えや当局による市場閉鎖及び為替管理の強化等が原因で資金繰りがつなくなるリスクである。他国通貨による資金の調達を必要とする限り、対策を考える必要がある。アベイラビリティ・リスクは金融機関の外貨建ての短期借入れ、長期貸付から発生するが、経営の健全性確保の観点からある程度の期間対応を維持する必要がある。それぞれの金融機関からのガイドラインを設定すべきである。流動性の高い外貨建て短期金融資産を保有すること、欧米金融機関から緊急用のクレジットライン等の供与を受けておくこと等も必要である。円を利用した国際業務の拡大は、アベイラビリティ・リスクを軽減する。

(3) 市場変動リスク：①金利変動リスクと②為替変動リスクがある。

①金利変動リスクとは、資金の調達と運用の期日が対応していない場合に、金利が当初の予想とは異なった動きをすることから生じる収益上のリスクである。

②為替変動リスクとは、外貨持高を有する銀行が予想とは異なる為替相場の変動により被る収益上のリスクである。

市場変動リスクへの対応としては、為替変動リスク軽減のため、現地法人を含め自己の総合的ポジションの適正な水準を設定し、これを常に把握する体制をつくることが前提である。金利変動リスクは、長期貸付を変動金利とすること等により軽減することができるが、金融機関の業務としてある程度のミスマッチを設定する場合、アセット・ライアビリティ・マネジメントの技術を取り入れることが有益である。

(4) クレジット・リスク：非日系企業への貸付のウエイトが増大している中で、与信審査に必要な情報が質・量面で劣っているのが現状であ

る。

さて、海外投融資の中心である外国有価証券投資は、1971年に為替管理上の規制が撤廃され、米国株を中心に第一歩を踏み出した。生保の外債投資は1971年から開始され、世界の主要取引所に上場されている株式または債券を損保と合わせ総額1億ドルまで取得することが認可された。さらに、77年6月には非上場銘柄を含むすべての株式、債券の取得、売却が認められた¹⁵⁾。そして、1976年の外国債券投資の開始以降本格化した。外債投資が増大したのは、1978年以降である。その背景としては、急速に増加する資金の運用難と同時に、この頃からアメリカの金利が上昇を始めたことがある。高い利回りの追求と運用対象の多様化を求めて、外債投資は活発化していった。そして、80年代になると加速度的に増加した。その背景としては、次のようなものがあつた¹⁶⁾。

- ①1980年度を最後に、生保金融の基本形態であつた長期貸付需要が急速な減退を示し、運用の中核であつた部分に大きな空洞が生じた。
- ②レーガノミックスにより、米国の金利は「二桁」金利に象徴される歴史的な高水準を示し、それに基づいて内外金利差が拡大した。
- ③G 5までは為替相場が、どちらかといえば円安気味に安定していた。従つて長期投資のなかでは、内外金利差が将来予想される為替差損を十分カバーしうるものと考えられた。
- ④海外投融資が国際的分散投資の観点から行われるようになった。従来の国内円資産内での分散投資から、他通貨を含めた国際分散投資を図ることにより、ポートフォリオ全体の効率性を高めうると考えた。なお、生命保険特有の事情として大地震等による多額の保険金支払いの可能性に備えるという視点もあつた。
- ⑤国内の投融資機会の減少に対応して、新たな投資機会を広く海外に求めた。

15) 「海を渡るファンドマネジャー」(『週刊東洋経済』昭和62年9月3日号所収)。

16) 出口治明、前掲論文所収、150頁。

そして外国有価証券投資は、長期貸付に代わって生保資産運用の主役の座に着いた。

以上のような背景のもとで、内外の金利差を背景に海外投融資は1981年度から急増した。しかし、82年度に入って、生命保険の外債投資が円安を助長しているという批判が強まり、4月以降は自主規制を実施し、純増額の圧縮につとめた¹⁷⁾。しかしながら、運用利回りの低下をくい止めるために、また国内は運用難のため1980年代後半には高利回りの外債に積極的に投資された。そしてこのような積極的な外債投資の裏には、インカム・ゲインを得るという目的もあった。すなわち、保険業法86条準備金の規定により、契約者配当源資には原則として配当金、利息等のインカム・ゲインのみが用いられることとなっていた。そのため、生命保険会社は毎年一定のインカム・ゲインをあげる必要があった。そのような生命保険会社にとって高利回りの外債建債権は非常に魅力的であった。一方、生命保険会社は多くの含み資産を有していたため、相当の比価損に耐えることができた。一面では、とにかく直利があげられればいいとの発想から、余剰資金が、米国債に向かった側面があったことも事実である。1985年当時、米国債（10年物）金利は10%強であった。しかし、日本の10年物国債の金利は6～6.5%であり、約4%の格差があった。当時の生命保険の契約者配当は7%台であり、これをどのようにして実現させるかが経営にとっての最大のテーマであった。毎月増加する資金について、まず国内でどれだけ消化できるかが決められ、残った資金が海外へ回された。為替差損を覚悟してインカム・ゲイン確保を行った。そして、損失が発生した場合は国内株の売却という含みのはき出しでカバーしてきた。まさに、「外債投資を行ってきたから安定配当が続けられた」のである¹⁸⁾。

それでは、保険審議会でも指摘されたリスクに対しては、どのような対策

17) 渡辺東太郎、「海外投融資を軸に多様化進む資産運用」（『金融財政事情』昭和57年7月19日号所収）59頁。

18) 「『直利志向』から『トータルリターン』へ」（『週刊東洋経済』1989年8月21日号所収）。

がとられていたのであろうか。

一つには、インカム・ゲイン原則により、購入して長期間保有するという「バイ・アンド・ホールド」の方法が基本であった。そしてこれは、長期間保有することによって為替リスクを減らすことにもつながった。為替リスクについて、長期で運用する場合、為替リスクは平準化される。たとえば、4%の金利差があれば、1ドル=240円から166円に高騰しても、10年後には国内と投資採算がバランスすると試算されていた¹⁹⁾。

そして、もう一つのリスク対策の基本としての地域と通貨の分散が行われた。基本的に1975年以降の外国証券への投資拡大に伴う多額の売却損、評価損の経験から、慎重な姿勢がとられていた²⁰⁾。しかし、1981年頃、恒常的に日米の金利差が存在していたことから、6-7割がUSドルやカナダドル等の北米ドルであった。ドイツマルク債や豪州ドル債等の他の通貨への投資の多様化も進められたが、政治的安定性、インカム・ゲインを狙うという高金利、市場の流動性等を考慮した場合、どうしても主力は米国債とならざるをえなかった²¹⁾。それゆえ外債投資においては、ほとんどの会社が米国、カナダ、豪州のドルに9割を集中した。これが傷口を広げた²²⁾。そして、1985年以降の為替差損が発生した。このような中で、1986年頃から米ドル債への集中投資を排し、イギリス・ポンド債、ドイツ・マルク債、オランダ・ギルダー債、さらには欧州通貨同盟にもとづいて創設されたECU建ての債券や一部北欧通貨建ての債券等、米ドルに比べると相対的に対円相場の安定しているヨーロッパ通貨建ての外国証券への投資を活発化させ、外国為替相場の変動にともなう貨幣危険を回避するための分散政策を広範に図ることとなった²³⁾。

19) 「海外現地法人、駐在員事務所の全社調査」(『週刊東洋経済』昭和61年9月4日号所収)。

20) 前原金一監修、住友生命総合研究所編著、『21世紀の生命保険産業』平成12年、金融財政事情研究会、157頁。

21) 前掲、「直利志向」から「トータルリターン」へ。

22) 「安定時代からリスク管理時代へ」(『週刊東洋経済』昭和61年9月4日号所収)。

23) 堺雄一、「リスク資産増大下の生保資産運用」(『生命保険経営』第55巻第6号所収) 85頁。

また、1984年から85年にかけてそれぞれの国の金利変動を活用した有効な債券投資を図るため、タックス・ヘブン地域に設立した証券投資会社を通じて有価証券投資が行われた²⁴⁾。このほか、海外先物金融、外貨債務の取り入れといったヘッジ等が用いられていた。また、長期間保有するスタンスだけでなく、最適ポートフォリオ構築のための入替取引、短期売買によるディーリング取引等も行っていた²⁵⁾。また、リスクへの対策として、ドル安が確実に読める局面ではヘッジを行った。インパクトローンを自由に使えない行政指導（取得金額制限があるうえに、円転し、しかも公共債購入を義務付けられている）の下では、米国債購入と同時にドル売り予約によるヘッジが唯一の替リスクを回避できる手段であった²⁶⁾。

以上、外国有価証券投資について簡単に見てきた。これを次のように要約しておきたい。国内では貯蓄が投資を大幅に上回り、金融機関の運用競争は激しくなる。大企業の資金調達にはグローバリゼーションとセキュリティゼーションの度合いをますます強め、生命保険は長期の円貸付だけでは顧客をつなぎ止めることはできない。一方、貸付需要が相対的に多い中堅・中小企業に関しては、スタッフや店舗の数が少ないため、銀行や証券には太刀打ちできない。このように、生命保険は国内市場においては、劣性となり、新たな投資機会を求めて海外に転じた。折しもアメリカでは高金利状況にあり、内外の金利差は拡大した。一定程度の為替リスクは内外の金利差で埋め合わせができると思われた。ここで、生命保険の巨額の円資金が大量に流出し、国債金融市場において「ザ・セイホ」と呼ばれる最大級の資金の貸し手となったのである²⁷⁾。しかしながら、これは大きなリスクにつながるものでもあった。

次に海外融資である。日本企業の海外融資は、1950年頃より徐々に増加し、

24) 堺雄一、「証券化と生保会社」（『生命保険経営』第55巻第1号所収）。

25) 前掲、「海を渡るファンドマネジャー」。

26) 前掲「「直利志向」から「トータルリターン」へ」。

27) 出口治明「大きな変貌を遂げる生保金融業務」（関要編、前掲書所収）124頁。

1970年頃からは日系企業向け貸付が増大した。融資に関しては、相手国の経済基礎条件をしっかりと押さえた上で進出するとか、投資形態も直接投資ではなく現地法人(子会社)を設立し、そこに資金を貸し付けることが一般的であったと言われている²⁸⁾。そして1977年以降、銀行等を中心としたシンジケートローンが拡大した。シンジケートローンへの生命保険の参入は、銀行にくらべ後発で、しかも海外ネットワークも不十分なままでのスタートであった²⁹⁾。一般に、円建てシンジケートローンの場合は、貸付先が外国政府、国際機関等が主体で安定し、原則として為替リスクは存在しないと言われている³⁰⁾。しかし、円建てシンジケートローンは通常は、無担保である。そして融資対象国は、それぞれ固有のカントリーリスクを有しているので、その点を十分に考慮する必要があった。たとえば1986年12月時点での海外融資の地域別構成比を見ると、西欧26%、国際機関25%、北米21%、大洋州14%、アジア7%、中南米3%、東欧2%、中東・アフリカ2%と、カントリーリスクを考慮した融資が行われていた³¹⁾。

このほか、1981年から海外不動産への投資も行われるようになった。海外不動産投資は、為替リスクを考慮しても総合的には収益性において有利であり、長期にわたって安定した収益源と考えられていた³²⁾。また、長い国内不動産投資で培った厚いノウハウの蓄積をもって、海外不動産投資は現地法人を通じて行われた。1980年以降、アメリカにおいて主にオフィス・ビルの新築や既存ビルの買入れを行った。とくに1981年には、生命保険会社の上位5社が一斉に現地法人としての投融資会社を海外に設立して、活発な活動を展開した。これは、不動産事業にまつわる現地の不満のトラブルに直接巻き込

28) 『インシュアランス生保版』1981年12月24日号、9頁。

29) 円建てを中心とする海外融資は、1977年7月に個別認可方式で解禁され、その後貸付対象・方法が拡大され、生保単独ローンも一定限度内で可能となった。(生命保険新実務講座刊行委員会編、前掲書、248頁)。

30) 海外貸付は、ほとんどが円建てなので、為替相場のリスクはない。(『インシュアランス生保版』1981年1月1日号、34頁)。

31) 出口治明、「おおきな変貌を遂げる生保金融業務」(関要編、前掲書所収)147頁。

32) 出口治明、同論文、148頁。

(表4) 外国証券, 海外融資の推移

(単位: 億円, %)

年度	外国証券 (株式) (A)	海外融資 (B)	外貨預金 (C)	合計金額 (D)
1979	5,236 (210) (2.30)	4,447 (1.96)	—	9,683 (4.26)
1980	6,689 (280) (2.55)	4,924 (1.88)	—	11,614 (4.42)
1981	14,126 (468) (4.69)	6,025 (2.00)	—	20,151 (6.70)
1982	21,693 (1,168) (6.27)	7,764 (2.24)	—	29,457 (8.51)
1983	30,629 (2,017) (7.75)	9,863 (2.50)	—	40,493 (10.25)
1984	40,286 (3,185) (8.81)	14,501 (3.17)	—	54,787 (11.98)
1985	46,681 (4,609) (8.67)	18,739 (3.48)	—	65,420 (12.15)
1986	75,252 (8,425) (11.52)	24,931 (3.82)	—	100,184 (15.34)
1987	98,029 (15,978) (12.37)	33,001 (4.16)	—	131,031 (16.53)
1988	135,937 (23,742) (14.0)	42,888 (4.4)	48,735 (5.0)	227,560 (23.4)
1989	177,904 (33,567) (15.3)	55,437 (4.8)	50,487 (4.3)	283,828 (24.4)
1990	171,992 (37,638) (13.1)	63,458 (4.8)	54,806 (4.2)	290,256 (22.1)
1991	176,079 (41,766) (12.3)	62,783 (4.4)	57,874 (4.0)	296,736 (20.7)
1992	168,920 (40,599) (10.8)	59,078 (3.8)	60,706 (3.9)	288,704 (18.5)
1993	140,472 (39,583) (8.3)	60,638 (3.6)	110,646 (6.5)	311,756 (18.4)
1994	130,603 (37,478) (7.3)	70,036 (3.9)	65,999 (3.7)	266,638 (14.9)
1995	138,550 (35,510) (7.4)	71,955 (3.8)	56,870 (3.0)	267,375 (14.2)
1996	176,597 (37,502) (9.4)	67,461 (3.6)	—	244,058 (13.0)

注. (A) 外国証券の総資産に占める割合

(B) 海外融資の総資産に占める割合

(C) 外貨預金の総資産に占める割合

(D) 合計額の総資産に占める割合

資料: 生命保険ファクトブック各号より作成。

まれることを回避するとともに、現地税務当局や現地保険監督当局の管轄下に生命保険本体が入ることの得失を様々な角度から考慮した結果であると見られている³³⁾。海外現地法人からの収入源としては出資による配当金と、現地法人への貸付金に対して現地での賃貸収入に見合った額を利息として本社に吸い上げる方法がとられた³⁴⁾。そして現地法人は事実上ペーパーカンパニーで、タックス・ヘブン地域に設立されていた。そして現実の投資運用は、投資顧問会社に委託された³⁵⁾。

(4) 不動産投資の増大と多様化

まず、不動産に関する過去の保険審議会答申を簡単に眺めておこう³⁶⁾。

高度成長期の1962年3月22日、保険審議会は答申「生命保険計理に関する答申」において、「不動産の保有限度を緩和するとともに生保資産運用の一形態としての不動産投資を拡充、強化する」と指摘している。そして結論として、自家用および投資用の不動産の保有限度の分離の必要性を指摘し、不動産投資の拡大については、「生保資金の長期性、公共性等の観点から、生命保険会社の不動産に対する直接投資が貸ビルの所有、管理程度にとどまっている現状から、さらに進んで、例えば住宅等の建設、管理、分譲等を含む住宅金融の道をひらく等、生命保険会社の不動産投資の範囲を拡大することが望ましい」としている。

その後、1972年6月20日の保険審議会答申「保険商品および生保資産運用に関する答申」において、投資形態がかなり広範囲にわたっている現状について述べた後、今後の経済運営の方向に即して生命保険資金の特質を生かしていくためには、「地域開発等の社会経済的見地に立って、不動産投資の一

33) 出口治明、同、149頁。

34) 「ライバルたちの建前と本音」(『週刊東洋経済』1989年8月21日号所収)。

35) 押枝悌七、「海外投資現地子会社問題の考察」(『インシュアランス生保版』1995年2月23日号)17頁。

36) 「保険審議会答申集」および生命保険新実務講座編集委員会編、前掲書、223頁以下を参考とした。

層の拡充を図ることが適当であると考えられるが、この場合においても、不動産投資の特定性に基づくリスクに十分配慮するとともに、いやしくも投機目的との批判を受けること等のないよう、生保会社の資産運用として限界と節度を逸脱しないよう」指摘している。

そして、1975年6月27日の答申「今後の保険事業のあり方について」において、資産運用に関して次のように述べている。すなわち「あくまでも契約者利益のために、利回りの高い運用を行い、契約者配当の充実、更には保険料の引下げを図ることを第一義とすべきものと考えられるが、一方、金融機関は国民福祉に直接貢献しうるような方面に資金を運用すべし、との要請が大きくなっていることも重視しなければならないであろう。従って、社会的に問題を生ずると思われる融資等は抑制するとともに、このような要請を踏まえた上で、不動産に対する投資のあり方をも含め、資産運用のあり方について更に工夫改善を加えていくことが必要である」としている。

また、1979年6月14日の答申「経済社会の構造変化に対応した保険事業のあり方について」においては、不動産投資に関して次のように言及している。

- ①不動産投資は生命保険資金にふさわしい運用方法であり、今後のあたらしい日本型福祉社会の実現のための重要な施策として期待されている状況に鑑み、前向きに対応すること。
- ②地価の動向に十分に配慮し、生命保険事業としてふさわしい不動産投資のあり方を長期的視野に立って検討することが必要である。また、不動産投資の積極化に当たっては国民の批判や誤解を招かないよう、特段の注意を払うこと。
- ③不動産投資の形態については、これまでのオフィスビルの賃貸、住宅の賃貸、分譲等に限らず、病院、老人福祉施設、ホテル、スーパー・マーケット等の一括賃貸、市街地再開発等、その多様化を図るべきである。

そして、基本的に以上のような生命保険審議会の答申に沿って住宅建設を主体とした不動産投資が行われてきたといえることができる³⁷⁾。

ところで、不動産投融资は一般的に次のような特徴を持っている³⁸⁾。

- ①賃貸料収入等による長期安定的収益の確保が可能
- ②現物資産の保有による資産価値減少リスクへの対処が可能
- ③公共性が強い

すなわち、不動産は流動性に欠けるという弱点はあるが、長期性・安全性・公共性等の特徴を有しており、それは生命保険資産の特性と一致している。したがって、生命保険の投資対象としては優れた面があるのである。不動産投資は、たしかに当初の利回りは低水準である。しかし期間の経過とともに利回りは向上する。そしてインカム・ゲインとして唯一のインフレ・ヘッジ機能を持つ現物投資である。またキャピタル・ゲインについてみても、含み益を確保できる等、長期金融機関にふさわしい投資形態である³⁹⁾。しかし、当時はこのような有利な不動産投資に関して種々の制約が課せられていた。その最大のものは、86条準備金制度であった。(売却益＋評価益)－(売却損＋評価損)は、強制的に86条準備金として積み立てられ、直接配当財源とはならない。また、この準備金繰り入れ額は、税法上、利益の留保として課税所得に加算されることから、生命保険会社のキャピタル・ゲインの実現意欲を低下させていた。このように、様々な制約はあるが、不動産投資の長期的安定性やインフレ・ヘッジの機能は、すぐれた利点であった⁴⁰⁾。

そして、生命保険会社による不動産投資は、株式と同様にインフレ・ヘッジの観点から契約者資産の実質的価値の維持・増大に資することを目的としてスタートした。1960年代の前半頃には、ほぼ全国の保険事業に係わる営業拠点の整備が一段落した。その後1975年頃以降、投資用不動産の割合が顕著に増加した。生命保険の不動産投資は、代表例の貸ビル投資に見られる通り、

37)「契約者主権の精神をどう生かす<座談会>」(『週刊東洋経済』1975年7月30日号所収)10頁。

38) 生命保険新実務講座編集委員会編、前掲書、225頁以下。

39) 河村清二、「生保の不動産投資の現状と今後」(『インシュアランス生保版』1986年3月13日号)、8頁。

40) 竹之内洋右、「生保不動産投資をめぐる諸問題」(『生命保険経営』第41巻第5号所収)62-64頁。

不動産とくに土地の値上がりによるキャピタル・ゲインを含み益として留保しつつ、同時に建物の賃料収入等運用によるインカム・ゲインを獲得するという投資パターンを形成していた⁴¹⁾。そして従来の賃貸用オフィス・ビルの建設から、都市ホテル、リゾートホテル、ショッピングセンター等の建設や取得、さらにまた、大規模都市再開発事業への進出等に大きく拡大した。

このように、自社ビルの空スペースの賃貸から出発した不動産投資は、賃貸専用オフィス・ビル建設にとどまらず、ホテル、施設ビル賃貸へと多様化し、さらに共同ビル、再開発、大規模開発、新借地方式へと発展した⁴²⁾。

ところで、地価上昇の大きな原因の一つとしての金融緩和については、公的規制に関連してすでに見てきたところであるが、生命保険会社による不動産投資の性急な拡大は、新たな批判や誤解を招くこととなった⁴³⁾。

(5) その他の変化

生命保険会社は、変化する社会への対応として保障に留まらない新しい変化を求めた。その中心の一つが、関連子会社による事業の拡大であった。やがて1980年代の中頃から、「総合金融機関」という言葉がしばしば現れるようになってきた⁴⁴⁾。そして生命保険会社は、総合金融機関をめざして金融周辺に力を入れるようになった。

41) 竹之内洋右，同論文，58頁。

42) 牧山輝郎，「生保不動産投資の21世紀への展望」（『インシュアランス生保版』1989年1月1日号）30頁。1984年度，生保大手3社が賃貸不動産業界のベスト10にランキングされている。（河村清二，前掲論文，7頁）。このほか，不動産投資は，テナント活動を通じて企業との密接な関係を維持することができるし，PR効果や減価償却を通じて節税効果もある。（竹之内洋右，前掲論文，64頁）。

43) 「生命保険会社は資金力にモノを言わせて土地を買いあさる」という生命保険業界に対する批判は，全くの誤解である。生命保険の不動産投資は，短期の売買を狙ったものではない。しかし，これは生命保険会社のイメージダウンにつながっている。（「不動産投資“新借地方式”など多様化の時代へ」（『週刊東洋経済』1987年9月3日号））。

44) 総合金融機関の「総合」は，単なる資産運用の領域にとどまるものではない。しかし，当面は「運用面での総合化」を意味していた。（前掲，「国内関連会社，海外現地法人，駐在員事務所のすべて」）。

関連会社について、まず、保険審議会答申および通達等を見ておこう。

1975年9月18日、通達（蔵銀第2673号）「保険会社とその関連会社との関係について」が出された。その要点は、次の通りである。

関連会社（保険会社が出資する会社で、その設立経緯、資金的、人的関係等からみて、保険会社と緊密な関係を有する会社）には次の業務を行わせても差し支えない。

- ①保険会社の業務に係る事務のうち、その業務の基本に係ることのないもので主として当該保険会社のために行うもの
- ②保険会社の保険契約に関する代行業務等
- ③保険会社の業務に付随する業務及びこれに準ずる業務

そしてその場合にも、これに出資する保険会社の経営の健全性が損なわれることなく、かつ、関係業界に著しい影響を与えることのないよう留意するとともに、当該関連会社の態様、業務の内容については、具体的なケースごとに、当局の指導に従うものとする。また、①の場合には公正取引委員会の認可を受けて関係保険会社が全額出資する関連会社に行わせるものといえる。また、すでに関連会社に行わせてはならない業務を行わせている場合には、当該会社と保険会社との関係の適正化を図ること等である。

そしてこの通達に関し、9月27日付けで生命保険協会会長宛てに事務連絡が通知された。

1979年6月14日の保険審議会答申、「経済社会の構造変化に対応した保険事業のあり方について」は、関連業務の拡大に関して次のように言及している。

- ①我が国の経済・社会の構造変化に対応して、生命保険事業が、資産運用の面において効率を高めるとともに、公共性・社会性を発揮していくためには、これまでに指摘したように、資産運用の多様化を図り、金融機関としての機能を強化するとともに、国民の福祉と密接に結びついた分野における投資を拡充していくべきであるが、このような資産運用の多様化にあわせて、関連業務についてもその拡大を図ること

が必要である。

- ②関係業務の拡大に当たっては、「保険業法」の定めている他業の制限の趣旨を十分に踏まえた上、「独占禁止法」による持株の制限、新たな参入分野における健全な競争秩序の維持、国民の理解の確保に配慮すべきである。

その後大蔵省は、1983年6月1日付けで、75年9月18日付け事務連絡「保険会社とその関連会社との関係について」の一部改正を行った。この事務連絡は、1975年通達にいう基本をふまえ、当時の通達と同時に出された事務連絡の一部を改め簡素化したものであり、業務の拡大と多様化に迅速に応えるとともに実態にそぐわない部分を削除したものである⁴⁵⁾。

さらに、1985年5月30日保険審議会は、その答申「新しい時代に対応するための生命保険事業のあり方」において、行政面での資産運用規制緩和と並んで事業経営における資産運用体制の充実が重要であり、審査能力の向上、責任体制の明確化等、財務機能の一層の充実に努める必要があると指摘している。また、「関連会社の設立による周辺業務の拡大実施は、生命保険会社の資産運用の効率化に資するとともに、蓄積されたノウハウを活用することにより国民経済に寄与するものとして期待されることから、今後とも、保険事業の専業主義や経営の健全性にも配慮しつつ、社会経済情勢に即応しうるよう積極的、弾力的に対処すべきものとする」と記している。

また、1985年7月22日に臨時行政推進審議会による答申「行政改革の推進方策に関する答申」がなされた。そこにおいては、個別事業の規制緩和として生命保険会社に対する具体的措置を求めている⁴⁶⁾。そして関連会社に関して、次のように記している。「保険会社が関連会社に行わせることのできる業務の範囲については、時々の経済金融情勢の変化等に即応して、拡大の方向で引き続き見直しを行う。」

45) 『インシュアランス生保版』1983年6月9日号、3頁。

46) 駒宮勉、「規制産業としての生保事業」(『生命保険経営』第55巻第4号所収) 30頁以下。

ところで、生命保険業界の関連子会社は、以前は不動産が中心であった。それが、昭和50年代の中頃から、本格的に関連子会社の設立に取り組むようになった。そしてこれに拍車をかけたのは、1982年10月の銀行業界の規制緩和を契機とした大蔵省の弾力化措置であった⁴⁷⁾。それは、大略次のような内容を有していた。

- ①関連会社は業務収入の90%枠を撤廃
- ②親会社の出資比率の上限を5%から10%に拡大
- ③関連会社設立届出書の一部の削除

その後、1987年5月25日、大蔵省は生命保険会社の関連会社規制の緩和方針を決めるとともに、その趣旨と緩和措置の周知徹底をはかるため、生命保険各社に対して事務連絡を行った。事務連絡は、「規制緩和」「電気通信業務」「コンピュータソフトの販売」「役職員の出向」等についてなされたが、とくに10%関連会社関係のなかで「健康・福祉関連事業」として運動設備施設、有料老人ホーム等取扱い業務の範囲を広げている⁴⁸⁾。

このように、運用のより一層の効率化・多様化を図る観点から、あるいはイコール・フットिंगの観点から、様々な関連会社が設立された。1980年時点の調査によれば、国内では信用保証会社、投資代行会社、リース会社、抵当証券会社、投資顧問会社、カード会社等が、そして海外では投資（代行）会社、投資顧問会社、不動産投資会社等が存在していた⁴⁹⁾。

以上見てきたように、不動産以外の資産運用関連子会社は、1970年代後半になって続々誕生した。その理由として以下のものがあげられている。すなわち、環境的条件として、①生命保険資産の増加、②金融の自由化・国際化、③運用の多様化と分散化（対象、地域）、④資産運用の効率化の必要性がある。また、目的的条件として、①銀行等とのイコール・フットिंगを図る

47) 「外延化拡大を担う国内子会社群」(『週刊東洋経済』昭和61年9月4日号)。

48) 『インシュアランス生保版』1987年6月18日号、10頁。

49) 楯郁夫、「わが国各社の資料による総合研究——資産運用関連子会社の現状について——」(『生命保険経営』第55巻第3号)。

必要性, ②生命保険本体の業務の補完を狙う必要性, ③新規(周辺分野)への進出の重要性, ④投資リスクの回避軽減と総合利回り追求の重要性等である。このほか, 後に総合金融サービス機関化の具体的行動形態としての投資顧問, 抵当証券, カードサービス業務等があった⁵⁰⁾。

(続)

(たけだ・ひさよし／経営学部教授／2005年11月11日受理)

50) 『インシュアランス生保版』1987年8月6日号, 17頁。

Insolvency of Life Insurance Companies in Japan (9)

TAKEDA Hisayoshi

Life Insurance Companies in Japan have experienced the big change of asset management after 1975. And we can find out following changes of the circumstances of life insurance business.

1. the change of financing policy from borrowing to self financing by many large scaled companies
2. declines of investment return of stocks
3. proceeding of securitization
4. internationalization of money market

This paper examined the changes of asset management under these circumstances, and the author pointed out following changes.

1. Diversifications in the lending.

Lending for large scaled companies were reduced and lending for small scaled companies and for private persons were increased. Loans for consumers were introduced, too.

2. Increase, diversification and qualitative change of investment of securities.

We can find some remarkable changes of the investment of securities, and these changes will be stated as follow.

- a. increase of investment of securities
- b. diversification of investment of securities
- c. qualitative change of investment of securities
- d. strengthening of investment from political reasons

3. Liveliness and increase of lending and investment in the foreign countries.

Lending and investment in the foreign countries were became active and enlarged. Because of these changes, we have to notice that life

insurance companies had to take more risks.

4. Increase and diversification in the investment for real estate.

Investments for real estate were diversified and enlarged under the prosperous market, but this made minus results for public opinion, too.

5. Other changes.

Many associate companies had been built in this period.

It must be noted that these changes had increased risks of life insurance companies.